

# Komentarz na gorąco

## Bazowa jeszcze stabilnie, Rada czeka

21 sierpnia 2008

Dane o inflacji bazowej za lipiec były zgodne z oczekiwaniami. Nastąpiły niewielkie zmiany w stosunku do czerwca, jednak spodziewamy się wzrostu inflacji bazowej w najbliższych miesiącach, co będzie jednym z argumentów za kontynuacją cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej. Opublikowany dziś opis dyskusji na lipcowym posiedzeniu RPP pokazał, że „jastrzębia” część Rady chciała podwyżki już w lipcu i zapewne nie zmieni zdania w przyszłym tygodniu po znaczącym wzroście płac i deprecjacji złotego. Wydaje nam się, że najważniejszym elementem w układance na temat polityki pieniężnej jest oczekiwana skala spowolnienia wzrostu gospodarczego. Jeśli skala spowolnienia będzie wciąż delikatna (w co wierzymy, a wyniki finansowe firm za II kw. wydają się to potwierdzać), to znajdzie się w Radzie większość do przegłosowania kolejnej podwyżki stóp procentowych na jesieni.

### Inflacja netto w górę, a tzw. „nowa bazowa” bez zmian

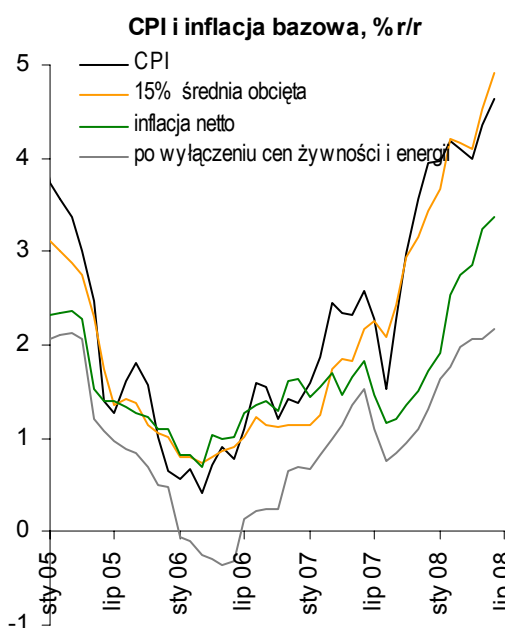
Narodowy Bank Polski opublikował dziś dane o inflacji bazowej za lipiec. Inflacja netto, czyli wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i paliw wyniósł 3,48% r/r, czyli zgodnie z oczekiwaniami rynku. Tym samym, po raz pierwszy od kwietnia 2002 roku inflacja netto osiągnęła górny poziom dopuszczalnego przedziału wahań wokół celu inflacyjnego NBP. Oczywiście, roczny wskaźnik inflacji netto jest pod znacznym wpływem wzrostu cen regulowanych, co znajduje swoje odzwierciedlenie w poziomie nowej miary inflacji bazowej obliczanej przez NBP. CPI po wyłączeniu cen żywności i cen wszystkich nośników energii wyniósł w lipcu 2,18% r/r. Dla porównania, miesiąc wcześniej oba wskaźniki były na poziomach odpowiednio 3,38% i 2,17%. W przypadku pozostałych czterech miar inflacji bazowej zmiany rocznego wskaźnika w stosunku do poprzedniego miesiąca wyniosły ok. 0,1 pkt proc. Wszystkie z nich utrzymują się na podwyższonym poziomie (średnio 4,6%). Wzrosła tylko jedna z nich, CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych.

W sumie, dzisiejsze dane nie zmieniają perspektyw polityki pieniężnej. Wciąż uważamy, że optymizm rynków finansowych jeśli chodzi o zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych (i rozpoczęcie cyklu obniżek) jest przesadzony i podtrzymujemy pogląd, że Rada zaostry ponownie politykę pieniężną po wakacjach. Argumentem za kolejną podwyżką będzie między innymi dalszy wzrost inflacji bazowej, bo spodziewamy się, że inflacja netto osiągnie w tym roku 4%, a CPI po wyłączeniu cen żywności i nośników energii przekroczy w najbliższych miesiącach poziom 2,5%.

### „Jastrzębie” chcą podwyższyć

Przypomnijmy, że komunikat po lipcowym posiedzeniu był dość interesujący bo pojawiło się w nim kilka nowych, „gołębic” elementów. Ciekawe więc było jakie będzie ich rozwinięcie w opisie dyskusji po posiedzeniu.

Po pierwsze, jeśli chodzi o oczekiwane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego i jego wpływ na obniżenie presji płacowej i inflacyjnej, w Radzie wydaje się dominować pogląd, że spowolnienie będzie stopniowe. Jednakże, Rada jest podzielona co do oceny, czy będzie ono wystarczające

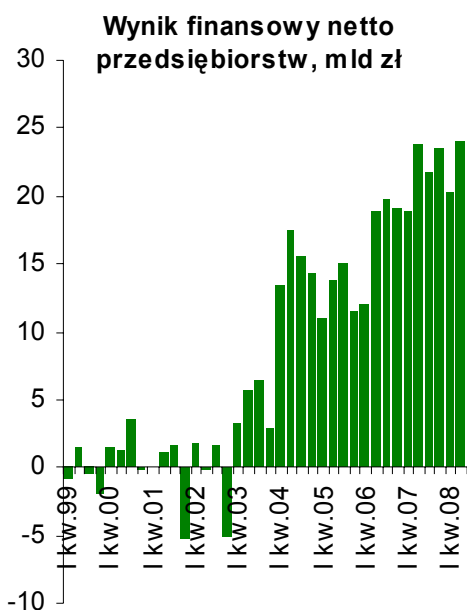


do obniżenia inflacji. Po drugie, jak można było się spodziewać w wyniku silnej aprecjacji złotego w lipcu, tematowi kursu walutowego zostało poświęcone dość dużo miejsca podczas dyskusji. Według części członków będzie to istotny czynnik dezinflacyjny, według innych nie można wykluczyć scenariusza osłabienia złotego i dlatego przy podejmowaniu decyzji o stopach procentowych ten czynnik należy traktować jako neutralny. Według części członków Rady, główne czynniki ryzyka dla inflacji (utrwalenie się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, silny wzrost wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy oraz niskie realne stopy procentowe) były wystarczające aby podwyższyć stopy procentowe już na lipcowym posiedzeniu. Według większości jednak, silna aprecjacja złotego, spodziewane tempo wzrostu gospodarczego wpływające na zmniejszenie napięć na rynku pracy oraz dokonane już podwyżki stóp wraz z aprecjacją złotego będą sprzyjały powrotowi inflacji do celu.

Spodziewamy się, że na najbliższym posiedzeniu „jastrzębia” frakcja w Radzie ponownie głosi wniosek o podwyżkę. Argumentem będzie na pewno kolejny miesiąc silnego wzrostu płac oraz potwierdzenie ich przypuszczeń, że aprecjacja złotego nie była zjawiskiem trwałym. Z drugiej strony jednak, większość Rady będzie chciała poczekać na kolejne dane z gospodarki, które pozwolą ocenić skalę spowolnienia gospodarczego. Jeśli dane w kolejnych miesiącach pokażą utrzymanie się dwucyfrowego wzrostu płac, a spowolnienie nie będzie zbyt głębokie (dane o produkcji za lipiec nie były, naszym zdaniem, wystarczający argumentem, aby to stwierdzić), to droga do jeszcze jednej podwyżki pozostanie otwarta. Oczywiście, ważnym elementem w procesie decyzyjnym będzie październikowa projekcja inflacji oraz odpowiedź na pytanie na jakim poziomie ukształtuje się inflacja w kolejnych miesiącach. Spodziewamy się, że na posiedzeniu w przyszłym tygodniu Rada podtrzyma restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej oraz swoje podejście „poczekamy, zobaczymy”. Kolejna podwyżka nastąpi natomiast po wakacjach, we wrześniu lub październiku.

### Wciąż poprawa wyników finansowych, choć wolniejsza

Opublikowane dzisiaj dane GUS potwierdziły część obaw Rady Polityki Pieniężnej wyrażonych w czasie dyskusji na lipcowym posiedzeniu. Wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw wprawdzie poprawiły się w II kwartale, niemniej jednak tempo tej poprawy wyraźnie wyhamowało i było znacznie słabsze niż obserwowane w poprzednich kwartałach. Wynik finansowy brutto był o 1% wyższy niż przed rokiem a wynik finansowy netto już tylko o 0,6% (wobec odpowiednio 8,6% r/r i 7,4% r/r w I kwartale br). O ile w budownictwie zanotowano bardzo znaczną poprawę wyniku finansowego (ponad 68% r/r), to m.in. w transporcie oraz przetwórstwie przemysłowym wyniki finansowe były już gorsze niż przed rokiem. Przyspieszeniu uległ wzrost przychodów z całokształtu działalności (15,6% r/r, najwięcej od ponad roku), jednak w jeszcze wyższym tempie zwiększały się koszty uzyskania przychodów (16,7% r/r, najszybciej od ośmiu lat). Nastąpiło delikatne pogorszenie większości wskaźników ekonomicznych, m.in. spadek rentowności obrotu brutto i netto, wzrost poziomu kosztów, spadek płynności finansowej. Odsetek firm zajmujących się sprzedażą na eksport obniżył się w I półroczu 2008 do 48,2% wobec 48,8% przed rokiem. Spadł też odsetek eksporterów wykazujących zysk oraz pogorszyły się ich podstawowe wskaźniki ekonomiczno-finansowe, chociaż i tak pozostały lepsze niż dla ogółu badanych firm.



Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wynikać. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group